Onderzoeksrapport

Projectierentes in verbeterde premieregelingen

Lans Bovenberg, Theo Nijman en Bas Werker[1]

Mei 2016

SAMENVATTING

Projectierentes bepalen de snelheid waarmee pensioenkapitaal in premieregelingen wordt uitgekeerd. Dit rapport toetst acht varianten van de projectierente aan tien criteria die zijn ontleend aan discussies bij de parlementaire behandeling van het wetsvoorstel en daaraan voorafgaand. De projectierentes variëren van de in het wetsvoorstel opgenomen risicovrije rente (met en zonder vaste daling), via varianten op basis van een verwacht rendement of een risico-opslag tot een vaste projectierente.

Geen enkele variant scoort op alle criteria positief. De keuze voor een projectierente berust op een afweging van voor- en nadelen. De risicovrije rente voldoet bijvoorbeeld niet aan het criterium dat variabele uitkeringen leiden tot een hogere eerste pensioenuitkering dan een vastgestelde uitkering. Het zonder maximering koppelen van projectierentes aan het verwachte rendement op de beleggingsportefeuille kan het levenslange karakter van pensioenen aantasten. Een gemaximeerd verwacht rendement resulteert in herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen wanneer gebruik gemaakt wordt van een spreidingsperiode in een collectief toedelingsmechanisme. Een variant die niet leidt tot herverdelingseffecten is de risicovrije projectierente met periodieke vaste daling. De in te boeken periodieke vaste dalingen sluiten niet aan bij het te verwachten uitkeringspatroon. Een tweede variant die herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen voorkomt is een projectierente met een looptijdafhankelijke risico-opslag. In deze variant sluiten eventueel in te boeken toeslagen (of dalingen) wel aan bij het verwachte uitkeringspatroon.

De keuze voor een projectierente vergt een afweging tussen individuele en publieke belangen, zoals het voorkomen van kortzichtig gedrag en het tegengaan van een in de tijd toenemend beroep op inkomensafhankelijke regelingen. Dit rapport brengt de effecten, waaronder voor- en nadelen, van de onderzochte projectierentes in beeld en laat zien welke afwegingen daarbij aan de orde zijn. De beoordeling van de voor- en nadelen en de daar uit voortvloeiende keus voor de projectierente is een politieke zaak.

[1] De auteurs zijn verbonden aan Tilburg University en aan Netspar.

De onderstaande tabel vat samen aan welke criteria elke bekeken variant voor de projectierente voldoet. Deze tabel is gebaseerd op de analyse in paragraaf 3 van dit rapport.

	Risicovrije rente	Verwacht rendement onderliggende portefeuille	Gemaximeerd verwacht rendement	Risicovrije rente met gemaximeerde vaste daling	Risicovrije rente met gemaximeerde risico-opslagen	Risicovrije rente verminderd met inflatieverwachtingen	Gemaximeerde risico-opslagen verminderd met inflatieverwachtingen	Vaste projectierente
Verloop pensioenuitkering over de tijd								
1. Hogere eerste uitkering dan vastgestelde uitkering	-	+	+	+	+	-	-	+
2. Behoud levenslange uitkering	+	-	+	+	+	+	+	0
3. In verwachting gelijkblijvend pensioen in euro's mogelijk	-	+	+	+	+	-	-	+
4. In verwachting gelijkblijvende koopkracht pensioen mogelijk	+	+	0	+	+	+	+	+
5. Geen risicoprikkel voor hogere eerste uitkering	+	-	0	0	0	+	0	+
6. Geen aanpassing uitkering bij aanpassing beleggingsbeleid of parameters	+	-	-	-	-	-	-	0
7. Beperkte rentegevoeligheid projectierente	-	+	+	0	0	-	0	+
Gelijk speelveld individuele en collectieve toedeling								
8. Geen herverdelingseffecten bij collectief toedelingsmechanisme	+	-	-	+	+	+	+	-
9. Ingeboekte toeslagen sporen met verwachte uitkeringspatroon	+	+	+	-	+	+	+	+
10. Toetsing maximale projectierentes eenvoudig voor uitvoerder	+	+	+	-	0	0	-	+

1. Inleiding

In het kader van de behandeling van het wetsvoorstel Verbeterde Premieregeling heeft de Tweede Kamer het kabinet verzocht de voor- en nadelen in kaart te brengen van verschillende varianten, waaronder (prudent[2]) verwacht rendement en de risicovrije rente. Uitgangspunt van de motie van de leden Vermeij en Aukje de Vries (TK 34 255, Nr. 27) is te komen tot één te hanteren rente in geval van individuele toedeling en bij een collectief toedelingsmechanisme. Doel van de motie is te komen tot een gelijk speelveld voor zowel individuele als collectieve contracten.

Projectierentes bepalen het verloop van de pensioenuitkeringen over de pensioenfase. Hogere projectierentes resulteren in hogere eerste pensioenuitkeringen, maar lagere uitkeringen op hogere leeftijd. Zo zal een 1% hogere projectierente leiden tot ongeveer 10% hogere eerste uitkeringen, maar daartegenover staan ook 10% lagere uitkeringen op hogere leeftijd[3]. De appendix bevat meer rekenvoorbeelden.

In dit rapport bespreken we acht mogelijke varianten voor de invulling van de projectierente en geven aan in hoeverre deze voldoen aan een tiental mogelijke criteria. De tabel in de samenvatting vat de resultaten samen. Er is geen enkele variant die aan alle criteria voldoet. De uiteindelijke keuze is daarmee een afruil tussen verschillende mogelijke publieke doelen. De weging van de criteria is aan de politiek, maar we waarschuwen voor het eenvoudigweg optellen van de scores. Als, bijvoorbeeld, het criterium “geen herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen” als uitgangspunt wordt gehanteerd, dan vallen enkele varianten direct af.

Concreet bekijken we de volgende acht varianten van de projectierente:

1. De risicovrije rente[4];
2. Het verwacht rendement;
3. Het gemaximeerd verwacht rendement;
4. De risicovrije rente gecombineerd met een gemaximeerde periodieke vaste daling van de uitkering[5];
5. De risicovrije rente vermeerderd met een gemaximeerde risico-opslag[6];
6. De risicovrije rente verminderd met inflatieverwachtingen;

---

[2] Wij gebruiken in deze notitie de term ‘gemaximeerd’ verwacht rendement om aan te geven dat voor de bepaling van de projectierente dit verwacht rendement begrensd is tot een maximale aandelenbelegging van 35%.

[3] Alle numerieke resultaten die genoemd worden in deze notitie zijn gebaseerd op een spreadsheet die beschikbaar gemaakt zal worden op de Netspar site

[4] Met de term “risicovrije rente” wordt bedoeld de risicovrije nominale rentetermijnstructuur zoals deze gepubliceerd wordt door DNB. De risicovrije rente verschilt dus, net als hypotheekrentes, voor kortere en langere looptijden.

[5] Voor een collectief toedelingsmechanisme voorgesteld in de herziene versie van het wetsvoorstel en per motie gekozen bij de behandeling van de wet in de Tweede Kamer voor zowel individuele toedeling als een collectief toedelingsmechanisme. Merk op dat men ook kan afzien van de periodieke vaste daling en kiezen voor variant 1.

[6] Net als bij de risico-vrije rente kan deze risico-opslag verschillen voor kortere en langere looptijden. Kortheidshalve spreken we over “risico-opslag”.

7. De risicovrije rente vermeerderd met een gemaximeerde risico-opslag en verminderd met inflatieverwachtingen;
8. Een vaste projectierente.

In het onderzoek is, in lijn met de motie, geen onderscheid gemaakt tussen de projectierente voor regelingen met individuele of met collectieve toedeling van het beleggingsrendement. Als een dergelijk onderscheid wel zou worden gemaakt, kan dat leiden een verschillend verloop van de pensioenuitkeringen (inclusief een andere eerste pensioenuitkering[7]). Er is dan geen sprake van een gelijk speelveld.

Om grote jaar-op-jaar volatiliteit in de uitkering en frequente kortingen te voorkomen staat het wetsvoorstel het gebruik van een spreidingsperiode toe. Schokken leiden dan niet direct tot een aanpassing in consumptie, maar worden uitgesmeerd over de tijd. Gepensioneerden kunnen na tegenvallers (of meevallers) enige tijd nemen om hun levenstandaard aan te passen, maar dit leidt wel tot een lager pensioen na die tijd. Het stabiliseren van consumptie dient ook de macro-economische stabiliteit. Conform het wetsvoorstel gaan we ervan uit dat een spreidingsperiode van maximaal vijf jaar kan worden gehanteerd.

In paragraaf 2 bespreken we de criteria aan de hand waarvan we de acht projectierentes beoordelen. In paragraaf 3 geven we, in volgorde van de genoemde projectierentes, aan in hoeverre deze voldoen aan de diverse criteria. Dit is de basis voor de tabel in de samenvatting. In paragraaf 4 worden de hoofdafwegingen nog eens op een rij gezet. Tenslotte gaan de appendices nader in op de gevolgen van projectierentes op het verloop van de pensioenuitkering en het verloop van de projectierente met en zonder risico-opslag.

[7] Dit was een van de belangrijkste aandachtspunten na de consultatie in 2015.

TERMINOLOGIE

Variabele uitkering: Pensioenuitkering voortvloeiend uit een premieregeling waarbij de hoogte van de uitkering na pensioendatum kan variëren door de verwerking van financiële mee- en tegenvallers als gevolg van het beleggingsrisico, de ontwikkeling van het sterfteresultaat of de ontwikkeling van de levensverwachting.

Individuele toedeling: Individueel of collectief pensioen waarbij financiële mee- of tegenvallers voor rekening zijn van de deelnemer. Het is niet noodzakelijk dat alle deelnemers op eenzelfde wijze in die risico's delen.

Collectief toedelingsmechanisme: Collectief pensioen waarbij financiële mee- of tegenvallers voor rekening zijn van de deelnemer. Alle deelnemers in de toedelingskring krijgen dezelfde toeslag (indexatie) of korting.

Toedelingskring: Groep personen waarop een collectief toedelingsmechanisme wordt toegepast.

Periodieke vaste daling: Een vooraf vastgestelde (looptijdafhankelijke) procentuele daling van de pensioenuitkering die de mogelijkheid biedt de winst van een betere afruil tussen risico en rendement in de uitkeringsfase van premieregelingen (mede) ten goede te laten komen van de eerste pensioenuitkering. Merk op dat, als beleggingsrisico wordt genomen maar de projectierente de risicovrije rente is, het gebruik van zo'n periodieke vaste daling niet tot een, in verwachting, dalende pensioenuitkering hoeft te leiden.

Projectierente: Projectierentes bepalen samen met de periodieke vaste daling het verloop van de pensioenuitkeringen over de pensioenfase. Een hogere projectierente of een hogere periodieke vaste daling resulteert in hogere eerste pensioenuitkeringen, maar lagere uitkeringen op hogere leeftijd.

Spreidingsperiode: De periode (maximaal vijf jaar) waarover financiële mee- of tegenvallers als gevolg gespreid mogen worden in de pensioenuitkering. Een langere spreidingsperiode leidt tot kleinere jaar-op-jaar aanpassingen in de pensioenuitkering, maar bij een gegeven beleggingsbeleid ook tot meer volatiliteit op hogere leeftijd.

Herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen: Van herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen is sprake als in een collectief toedelingsmechanisme een leeftijdsgroep deelnemers profiteert, of nadeel ondervindt, van de deelname van andere leeftijdsgroepen. Bij individuele toedeling is per constructie geen sprake van herverdeling. Een keuze voor een spreidingsperiode in combinatie met sommige varianten voor de projectierente leidt tot herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen bij een collectief toedelingsmechanisme.

2. Beoordelingscriteria

Wij onderscheiden tien criteria aan de hand waarvan de genoemde acht mogelijke invullingen van de projectierentes beoordeeld worden. Deze criteria zijn ingedeeld in twee categorieën: (a) verloop uitkering over de tijd en (b) gelijk speelveld individuele toedeling en een collectief toedelingsmechanisme.

2.a Verloop pensioenuitkering over de tijd

Eén van de doelen van het wetsvoorstel is om de keuze te bieden om de winst van een betere afruil tussen risico en rendement in de uitkeringsfase van premieregelingen ook ten goede te laten komen aan de eerste pensioenuitkering. De eerste uitkering kan dus hoger zijn dan bij de vastgestelde uitkering uit de bestaande regelgeving (criterium 1). Een 'goed' pensioen betreft echter niet alleen de eerste pensioenuitkering, maar ook het verdere verloop van de uitkering na pensionering. Een hogere pensioenuitkering nu gaat ten koste van de pensioenuitkeringen op latere leeftijd. Het zal veelal als ongewenst gezien worden dat de uitkering op termijn zodanig uitgehold wordt dat van een levenslange uitkering de facto geen sprake is (criterium 2).

Ook kan van belang zijn dat, in euro's[8], het pensioen, in verwachting[9], gelijk blijft (criterium 3). Een andere doelstelling kan een gelijkblijvend pensioen, niet in euro's, maar in koopkrachttermen zijn (criterium 4).

Als het nemen van meer beleggingsrisico een hogere projectierente mogelijk maakt, de daarmee een hogere eerste uitkering, dan kan dit een prikkel zijn voor kortzichtige deelnemers om meer risico te nemen. Door meer risico te nemen kunnen ze dan namelijk hun eerste pensioenuitkering verhogen, zonder voldoende rekening te houden met de lagere latere uitkeringen en/of het grotere risico daarop. Dergelijke prikkels gelden ook op het niveau van de uitvoerder (indien daar het mandaat betreffende het beleggingsbeleid ligt). Dit leidt tot criterium 5.

Het koppelen van (maximale) projectierentes aan het feitelijke beleggingsbeleid leidt ertoe dat uitkeringen aangepast moeten worden als het beleggingsbeleid wijzigt. Als de projectierente gekoppeld is aan inschattingen van verwachte rendementen op risicovolle beleggingen, moeten uitkeringen ook aangepast worden als deze inschattingen (parameters[10]) worden aangepast (criterium 6).

[8] Dit wordt soms aangeduid als "in nominale termen".
[9] Merk op dat "in verwachting" niet betekent "naar verwachting". Inherent aan variabele pensioenuitkeringen is dat de feitelijke pensioenbetaling ook lager kan uitvallen dat de zogenaamde "verwachte waarde".
[10] Met "parameters" bedoelen we in deze notitie inschattingen van inflatie en verwachte rendementen op diverse beleggingscategorieën zoals op dit moment vastgelegd conform het advies van de Commissie Parameters.

De pensioenuitkeringen zijn rentegevoelig. Indien de projectierente gebaseerd is op de risicovrije rente, dan leiden lagere rentes direct tot lagere pensioenuitkeringen[11]. Dit schaadt mogelijk de macro-economische stabiliteit en de effectiviteit van monetair beleid.

Samenvattend beschouwen we de volgende criteria betreffende het verloop van de pensioenuitkering over de tijd.

1. Hogere eerste uitkering dan vastgestelde uitkering;
2. Behoud levenslange uitkering;
3. In verwachting gelijkblijvend pensioen in euro's;
4. In verwachting gelijkblijvende koopkracht pensioen;
5. Geen risicoprikkel voor hogere eerste uitkering;
6. Geen aanpassing uitkering bij aanpassing beleggingsbeleid of parameters;
7. Beperkte rentegevoeligheid projectierente.

2.b Gelijk speelveld individuele en collectieve toedeling

Van herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen is sprake als in een collectief toedelingsmechanisme een leeftijdsgroep deelnemers profiteert, of nadeel ondervindt, van de deelname van anderen[12]. Voorspelbare herverdeling verdraagt zich slecht met premieregelingen waarin deelnemers over hun eigen kapitaal beschikken. Wij interpreteren de motie ("met als uitgangspunt om te komen tot één te hanteren [projectie]rente") als wens om te komen tot een gelijk speelveld tussen contracten met individuele toedeling en die met een collectief toedelingsmechanisme. Voor de Tweede Kamer was een gelijk speelveld tussen individuele toedeling en een collectief toedelingsmechanisme reden om aan te dringen op aanpassing van de ter consultatie voorgelegde versie van het wetsvoorstel waarin de maximale projectierente hoger lag bij individuele toedeling dan bij een collectief toedelingsmechanisme. Wij beschouwen een bredere definitie van gelijk speelveld.

Van herverdeling tussen leeftijdsgroepen is bij geen van de besproken varianten sprake als zou worden afgezien van spreiding van schokken. Het wetsvoorstel biedt die mogelijkheid. Als wordt afgezien van spreiding van schokken leidt het nemen van beleggingsrisico in de uitkeringsfase tot extra jaar-op-jaar fluctuaties in de uitkering. Bij het evalueren op dit criterium in de tabel is er steeds van uitgegaan dat er sprake is van spreiding van schokken.

Eenvoud en transparantie van de regelgeving voor het uitsluiten van herverdelingseffecten zijn criteria op zich. We onderscheiden daarbij tussen eenvoud voor uitvoerders ("onder de motorkap") en eenvoud voor deelnemers ("op het dashboard"). Eenvoud voor de deelnemers betekent dat in te boeken toeslagen (of dalingen) in het collectieve toeslagmechanisme sporen met het verwachte uitkeringspatroon. Eenvoud voor de uitvoerders impliceert dat de (maximale) projectierente niet alleen voor een gelijk speelveld

---

[11] Dit geldt althans indien de pensioenuitvoerder het renterisico niet geheel heeft afgedekt.
[12] Bij individuele toedeling is per definitie geen sprake van herverdeling.

zorgt tussen individuele en collectieve risicotoedeling, maar dat dit ook eenvoudig te toetsen is voor de uitvoerders[13].

Samenvattend beschouwen we de volgende criteria betreffende het verloop van de pensioenuitkering over de tijd.

8. Geen herverdelingseffecten bij collectief toedelingsmechanisme;
9. Ingerekende toeslagen sporen met verwachte uitkeringspatroon;
10. Toetsing maximale projectierentes eenvoudig voor uitvoerder.

[13] Een gelijk speelveld vereist voor de nu voorliggende regelgeving correctie van de beleggingsportefeuille die gebruikt wordt in een collectief toedelingsmechanisme voor de looptijd van de uitkering en de leeftijdssamenstelling van de solidariteitskring. Zie paragraaf 3.4.

3. Beoordeling van de acht varianten voor de projectierente

In deze paragraaf bespreken we achtereenvolgens de acht mogelijke varianten voor de projectierente. In elk geval geven we, met name voor de criteria waaraan een variant niet voldoet, de motivatie hiervoor.

3.1 De risicovrije rente

Het wetsvoorstel maakt het mogelijk de risicovrije rente als projectierente te kiezen en af te zien van de mogelijkheid een periodieke vaste daling te verwerken in het uitkeringsverloop. Als hiervoor gekozen wordt komt de winst van een betere afruil tussen risico en rendement niet ten goede aan de eerste pensioenuitkering (zie figuur 1 in appendix 1). De eerste pensioenuitkering zal in dat geval hetzelfde zijn als voor de bestaande vastgestelde uitkering. Het verschil tussen het feitelijke rendement en de risicovrije projectierente leidt tot een uitkering die, in verwachting, stijgt. De reden is de risicopremie op aandelen[14]: het verwachte rendement op aandelen is groter dan de risicovrije rente. Indien het verwachte overrendement op de risicovolle beleggingen opweegt tegen de inflatieverwachtingen, dan blijft (wederom in verwachting) de koopkracht van de uitkering op langere termijn wel gelijk.

Het gebruik van de risicovrije rente betekent, vanwege de stijgende uitkering in verwachting, wel dat het levenslange karakter van de uitkering behouden blijft en er is geen sprake van een risicoprikkel voor een hogere eerste uitkering of aanpassing van de uitkering bij een ander beleggingsbeleid. Het gebruik van de risicovrije rente zonder verdere aanpassingen leidt tot de grootste rentegevoeligheid van alle projectierentes die we in deze notitie beschouwen.

Er is geen sprake van herverdelingseffecten bij het gebruik van een collectief toedelingsmechanisme met een spreidingsperiode. Een langere spreidingsperiode betekent bij een risicovrije projectierente dat niet alleen dat het risico, maar ook de beloning van risico naar achteren in de tijd wordt geschoven. Leeftijdsgroepen die het risico dragen worden dus marktconform beloond. De in te boeken toeslagen sporen niet met het verwachte uitkeringspatroon als er risicodragend wordt belegd. De reden is dat het verwachte rendement de projectierente overtreft zodat er, in verwachting, sprake is van extra toeslagen bovenop de ingeboekte toeslagen.

De risicovrije projectierente hoeft niet extra te worden gemaximeerd. De implementatie van maxima op de projectierente om het levenslange karakter van de uitkering te borgen is dus eenvoudig voor de aanbieder.

[14] In deze notitie gebruiken we de term ‘aandelen’ als generieke aanduiding voor risicovolle beleggingen.

3.2 Het verwacht rendement op de onderliggende beleggingsportefeuille

Als de projectierente wordt verhoogd tot het verwacht rendement op de onderliggende beleggingsportefeuille[15], dan stijgt de eerste uitkering tot een niveau boven dat van de vastgestelde uitkering (zie figuur 2 in appendix 1). De uitkering blijft daarna in euro's, in verwachting, vlak als de gebruikte projectierente aansluit bij het beleggingsbeleid. In koopkrachttermen zal de verwachte uitkering dan een dalend verloop vertonen.

De hogere eerste uitkering en de hogere verwachte uitkering vergeleken met een vastgestelde uitkering is niet gratis. Tegenover de hogere verwachte uitkering staat ook meer risico. In een slecht-weer scenario ligt de uitkering bij doorbeleggen als gekozen wordt voor een zeer risicovolle beleggingsmix ver onder de vastgestelde pensioenuitkering[16]. Het koppelen van de projectierente aan het beleggingsbeleid zonder begrenzing doet zo afbreuk aan het levenslange karakter van de uitkering. In euro's zal de pensioenuitkering, in verwachting, gelijk blijven. Een gelijkblijvend verloop in koopkrachttermen is wel mogelijk, maar dan moet in de regeling de projectierente lager dan het wettelijke maximum worden vastgesteld.

Het gebruik van het verwachte rendement als projectierente leidt ook tot een prikkel om meer beleggingsrisico te nemen om zo de eerste uitkering nog verder te verhogen. Indien op enig moment beleggingsrisico wordt afgebouwd of rendementsverwachtingen dalen, dan zullen ook de pensioenuitkeringen dalen. Dit geldt overigens ook voor de hierna te bespreken varianten met uitzondering van de vaste projectierente. Doordat het verwacht rendement op zakelijke waarden in de regelgeving niet rentegevoelig is, is deze variant iets minder rentegevoelig dan het gebruik van de risicovrije rente.

We veronderstellen in deze variant dat de overheid aanbieders niet *verplicht* een hogere projectierente te hanteren bij risicodragende beleggingen. Aanbieders van variabele uitkeringen kunnen ook kiezen voor een risicovrije projectierente. In dat geval wordt de risicopremie niet benut voor een hogere eerste pensioenuitkering maar voor een hogere indexatie en dus een meer koopkrachtbestendig pensioen. De afruil tussen een hogere eerste uitkering en het beperken van koopkrachtdalingen tijdens pensioen laat de overheid dus aan de markt (aanbieders, sociale partners en pensioendeelnemers). Adequate pensioencommunicatie is essentieel om een verantwoorde afweging te kunnen maken.

Deze variant leidt in geval van een collectief toedelingsmechanisme, net als het gemaximeerd verwacht rendement en een vaste projectierente hieronder, tot herverdeling tussen leeftijdsgroepen bij toetreding tot een toedelingskring die als projectierente het verwacht rendement hanteert en gebruik maakt van een spreidingsperiode. Het hanteren van een collectief toedelingsmechanisme met een spreidingsperiode zorgt voor herverdeling van risico, niet alleen over de tijd, maar ook tussen leeftijdsgroepen: jongere gepensioneerden nemen de risico's over van oudere gepensioneerden. Het gebruik van het verwacht rendement als projectierente zorgt er echter voor dat alle deelnemers een uniforme vergoeding voor risico krijgen. Toetreders tot de toedelingskring dragen daarmee

[15] We nemen aan dat dit verwacht rendement gebaseerd is op de feitelijk gekozen beleggingsportefeuille.
[16] Merk op dat in de figuren in de appendix is afgezien van de mogelijkheid van spreiding van schokken.

wel meer beleggingsrisico maar de bijbehorende beloning in de vorm van de risicopremie wordt gedeeld met bestaande deelnemers.

3.3 Het gemaximeerd verwacht rendement op de onderliggende beleggingsportefeuille

Omdat het verwacht rendement zoals besproken is in de vorige paragraaf niet voldoet aan het criterium “Behoud levenslange uitkering” en “Geen risicoprikkel eerste uitkering”, kan overwogen worden om de projectierente te begrenzen. Dit is de derde variant die we bespreken: het *gemaximeerd* verwacht rendement. Indien er meer risico wordt genomen dan in een normportefeuille[17], dan bepaalt de norm de projectierente. Dit behoudt het levenslange karakter van de uitkering. Ook wordt de risicoprikkel betreffende de eerste uitkering beperkt, maar niet geheel weggenomen. De rentegevoeligheid is vergelijkbaar met de variant in 3.2.

Zoals bij de vorige variant zal ook hier sprake zijn van herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen bij toetreding tot een collectieve toedelingskring die gebruik maakt van een spreidingsperiode.

Bij het hanteren van een spreidingsperiode ligt het voor de hand om de normportefeuille, en het daarbij behorende projectierente, leeftijdsafhankelijk te kiezen. Naarmate deelnemers ouder worden neemt de horizon waarover schokken worden gespreid namelijk af en moet minder risicovol worden belegd om de kans op kortingen niet sterk te laten toenemen. Om een gelijk speelveld tussen individuele toedeling en het hanteren van een collectief toedelingsmechanisme te garanderen bij het begrenzen van projectierentes moet daarom de portefeuille bij collectieve risicodeling gecorrigeerd worden voor de leeftijdssamenstelling van de toedelingskring. Hetzelfde geldt voor een gelijk speelveld tussen toedelingskringen met een verschillende leeftijdssamenstelling: deelnemers in oudere toedelingskringen moeten zonder een leeftijdsafhankelijke begrenzing meer risico nemen om dezelfde projectierente te kunnen bereiken als deelnemers in jonge toedelingskringen.

3.4 De risicovrije rente gecombineerd met een gemaximeerde periodieke vaste daling van de uitkering

Ook het wetsvoorstel maakt het mogelijk de winst van een betere afruil tussen rendement en risico direct bij aanvang van de pensioenperiode tot uitdrukking te laten komen, namelijk door een risicovrije projectierente te gebruiken gecombineerd met een periodieke vaste daling van de uitkering[18]. Deze variant voorkomt bovendien herverdelingseffecten. De risicovrije rente als projectierente impliceert dat de beloning van risico net zo wordt gespreid als het risico zelf. Hierdoor zijn er geen leeftijdsgroepen die profiteren ten koste

[17] Een normportefeuille met 35% aandelen zou overeenkomen met het wetsvoorstel

[18] De appendix legt uit waarom een periodieke vaste daling niet noodzakelijk leidt tot een, in verwachting, dalende pensioenuitkering.

van andere leeftijdsgroepen. Als gestreefd wordt naar een, in verwachting, gelijkblijvende uitkering dienen de ingerekende dalingen de risicopremie als gevolg van aandelenbeleggingen precies te compenseren. Er zijn hiervoor (als gebruik gemaakt wordt van de optie tot spreiding) looptijdafhankelijk elementen nodig omdat de eerste uitkeringen niet profiteren van de volledige risicopremie[19].

Een risicovrije rente als projectierente met het van te voren inrekenen van dalingen is complex. In de eerste plaats sluit het verwachte uitkeringspatroon niet aan bij de ingeboekte daling (zie achtste criterium). In de tweede plaats moet de uitvoerder, om een gelijk speelveld te creëren tussen toedelingskringen met verschillende leeftijdssamenstelling alsmede tussen collectieve en individuele risicotoedeling, bij het begrenzen van de daling (afhankelijk van het feitelijke beleggingsbeleid) rekening houden met het looptijdafhankelijke element en met de leeftijdssamenstelling van de toedelingskring[20].

3.5 De risicovrije rente met een gemaximeerde risico-opslag

Herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen in geval van een collectief toedelingsmechanisme kunnen ook worden voorkomen door een projectierente met een risico-opslag bovenop de risicovrije rente. Bij het spreiden van financiële schokken moet deze risico-opslag afhangen van het moment waarop de pensioenuitkering plaatsvindt. Hierdoor worden jongere gepensioneerden marktconform beloond voor de extra risico's die zij dragen omdat het spreidingsmechanisme risico's naar de toekomst verschuift. Degenen die toetreden tot de toedelingskring hebben een relatief langere beleggingshorizon en dragen daardoor niet alleen meer risico maar profiteren ook van een relatief hoge projectierente. Dit als compensatie voor het risico dat ze overnemen van bestaande deelnemers in de toedelingskring.

Figuur 5 in appendix 2 laat zien dat, zonder spreidingsperiode, de risico-opslag looptijdonafhankelijk is maar dat deze stijgt met de looptijd bij een spreidingsperiode (van vijf jaar in dit geval). De met de looptijd stijgende risico-opslag compenseert de jongere gepensioneerden precies voor het extra risico dat zij dragen doordat het spreidingsmechanisme risico vooruitschuift in de tijd.

De beide besproken varianten om herverdelingseffecten te voorkomen -- het inrekenen van vaste dalingen (paragraaf 3.4) of een risico-opslag (deze paragraaf) -- leiden tot dezelfde uitkomsten wanneer de risico-opslag voor elke looptijd overeenkomt met de vaste dalingen. De beide methodes voldoen daarom op dezelfde manier wel of niet aan alle criteria in de overzichtstabel, met uitzondering van het achtste en negende criterium[21]. Op deze eenvoud

---

[19] Dit is niet nodig voor het pensioen op basis van toetreding tot het collectief toetredingsmechanisme minimaal 5 jaar (de spreidingsperiode) voor pensionering. Dit is in het wetsvoorstel mogelijk voor het collectieve toetredingsmechanisme maar niet bij individuele risicotoedeling.

[20] Het wetsvoorstel spreekt over een maximum van 35 % aandelen. Het is nog niet helder hoe dit percentage leeftijdsafhankelijk zal worden begrensd bij het spreiden van schokken (zie ook paragraaf 3.3).

[21] We veronderstellen bij de gelijke score op het zesde criterium dat de maximale vaste daling en de risico-opslag even rentegevoelig zijn.

criteria scoort de risico-opslag beter dan de risicovrije rente. Door het introduceren van een risico-opslag in de projectierente spoort de in te boeken toeslag met het verwachte uitkeringspatroon (zie score op achtste criterium). Met twee aparte instrumenten -- de risico-opslag en de vaste daling -- kunnen twee mogelijke doelen worden gecombineerd: voorkomen van herverdelingseffecten bij een collectief toedelingsmechanisme met spreiding en het realiseren van het gewenste verwachte uitkeringspatroon. De risicopremie voorkomt herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen[22] en de in te boeken toeslagen zorgen voor het gewenste verwachte uitkeringspatroon.

Het maximeren van één en dezelfde termijnstructuur zorgt automatisch voor een gelijk speelveld tussen individuele en collectieve risicodeling voor wat betreft het maximeren van de projectierente ten behoeve van het behoud van een levenslange uitkering (het negende criterium). Uitvoerders kunnen pensioenuitkeringen bepalen door te werken met termijnstructuren zoals die bijvoorbeeld door DNB zouden kunnen worden gepubliceerd, net zoals nu al het geval is voor de risicovrije rente. Wel zal sprake zijn van meerdere termijnstructuren, afhankelijk namelijk van de hoeveelheid beleggingsrisico die genomen wordt.

3.6 De risicovrije rente verminderd met inflatieverwachtingen

Indien gestreefd wordt naar een pensioen dat, in verwachting, gelijkblijvend is in koopkrachttermen, kan overwogen worden om de risicovrije rente te verminderen met inflatieverwachtingen. In plaats van een periodieke vaste daling is dan sprake van een periodieke vaste stijging die afhangt van inflatieverwachtingen. Een dergelijke invulling van de projectierente houdt echter geen rekening met het, in verwachting, overrendement op de onderliggende risicovolle beleggingen. Als gevolg hiervan zal de eerste pensioenuitkering lager liggen dan bij de vastgestelde uitkering en zal de verwachte stijging van de uitkering de verwachte inflatie overtreffen. Aanpassingen in de inflatieverwachtingen zullen bovendien leiden tot aanpassingen in de uitkering. Het ontbreken van een risico-opslag zorgt er wel voor dat bij deze projectierente geen sprake is van een risicoprikkel betreffende de eerste pensioenuitkering.

Deze variant voor de projectierente vereist verder een inschatting van inflatieverwachtingen. Dat maakt uitvoering complexer. Indien de regelgeving een maximale projectierente voorschrijft zal deze variant tot de minste vrijheid voor sociale partners, uitvoerders en deelnemers betreffende de vormgeving van de uitkeringsfase van premieregelingen leiden.

[22] Een gelijk speelveld voor individuele risicotoedeling en een collectief risicotoedelingsmechanisme in deze zin vereist correctie van de beleggingsportefeuille die gebruikt wordt om de projectierente te maximeren voor de looptijd van de uitkering en de leeftijdssamenstelling van de solidariteitskring. In een te verschijnen technische notitie die beschikbaar zal worden gemaakt op de Netspar website wordt dit punt nader uitgewerkt.

3.7 De risicovrije rente vermeerderd met een gemaximeerde risico-opslag en verminderd met inflatieverwachtingen

Deze variant van de projectierente beoogt de winst van het lopen van beleggingsrisico te verenigen met het streven naar een gelijkblijvend pensioen in koopkrachttermen. Onder de aanname dat het beleggingsrisico afgestemd is op het behalen van indexatie ter grootte van de inflatie, zal deze projectierente tot eenzelfde eerste pensioenuitkering leiden als een vastgestelde pensioenuitkering. Deze is dus niet hoger, waarmee niet voldaan is aan het eerste criterium. In tegenstelling tot een vastgestelde uitkering resulteert deze variant in verwacht koopkrachtbehoud. Daar staat tegenover dat er een risico bestaat dat de uitkering in een slecht weer scenario daalt, zelfs in euro's.

Merk op dat verwachte indexaties ook mogelijk zijn in de variant besproken in paragraaf 3.5 als de overheid aanbieders de mogelijkheid biedt om van tevoren stijgingen in te boeken. Het verschil met paragraaf 3.5 is dat de overheid in deze paragraaf de in te boeken stijging verplicht. Er is in paragraaf 3.7 dus minder ruimte voor de deelnemer, respectievelijk de aanbieder, om het uitkeringspatroon te kiezen. Verder verschilt deze variant van de variant in paragraaf 3.5 omdat de ingeboekte stijging niet 'vast' is maar afhangt van onzekere ontwikkelingen tijdens de uitkeringsperiode.

Herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen kunnen weer worden voorkomen door gebruik te maken van een termijnstructuur. Probleem is wel dat de inschattingen van inflatieverwachtingen subjectief zijn omdat er geen liquide markt voor geïndexeerde obligaties bestaan. Dit kan tot intergenerationele conflicten leiden omdat generaties hier verschillende belangen hebben. De complexiteit is groter dan bij de variant in paragraaf 3.5 zonder inflatie afslag.

3.8 Een vaste projectierente

Tenslotte bespreken we het gebruik van een vaste projectierente als mogelijke variant. Hoewel eenvoudig, leidt deze variant tot herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen bij toetreding tot de toedelingskring als gebruik gemaakt wordt van een spreidingsperiode en er sprake van een periodieke vaste daling.

Er is geen rentegevoeligheid, de regelgeving is eenvoudig en er is geen sprake van een risicoprikkel voor een hogere eerste uitkering. Uitkeringen hoeven pas te worden aangepast als de vaste projectierente ooit wordt aangepast.

4. Hoofdafwegingen

Deze paragraaf vat de belangrijkste hoofdafwegingen samen die naar voren komen uit het eerste deel van de tabel (maatwerk uitkeringspatroon) en het tweede deel van de tabel (gelijk speelveld en eenvoud). Hoeveel vrijheid wil de overheid bieden aan de private sector om het uitkeringspatroon op maat te kiezen (eerste deel) en hoe zorgt de overheid op een eenvoudige manier voor een gelijk speelveld (tweede deel)?

4.1 Meer maatwerk versus bescherming publieke doelen

Meer maatwerk in beleggingen en uitkeringspatroon…
Het wetsvoorstel Verbeterde premieregeling biedt meer ruimte voor maatwerk tijdens de uitkeringsfase in termen van zowel beleggingsbeleid als uitkeringspatroon. De combinatie van de projectierente en de vaste daling bepaalt het uitkeringspatroon. Bij een hogere projectierente mag het kapitaal sneller worden uitgekeerd. Het wetsvoorstel introduceert, via de vaste daling, de mogelijkheid dat de initiële uitkering hoger komt te liggen dan onder de vastgestelde uitkering. Een andere manier om dit te realiseren is het gebruik van een hogere projectierente.

…kent ook gevaren
De grotere vrijheid om het kapitaal sneller uit te keren gaat ook gepaard met risico's, bijvoorbeeld voor het levenslange karakter van pensioenuitkeringen. Het wetsvoorstel maximeert daarom de vaste dalingen. Dit is weer equivalent aan het maximeren van de projectierente (zonder gebruik te maken van vaste daling). Hoe groot de speelruimte moet zijn voor maatwerk in het uitkeringspatroon is een afruil tussen enerzijds (keuzevrijheid (van individuen of sociale partners) en anderzijds het beschermen van publieke belangen die reden zijn voor de fiscale facilitering van pensioen. Deze publieke doelen betreffen bijvoorbeeld het voorkomen van kortzichtig gedrag, het beschermen van senioren door het behoud van de levenslange uitkering en het beperken van het beroep op inkomensafhankelijke welzijnsvoorzieningen door ouderen. Bij deze afruil spelen subjectieve inschattingen een rol over het vermogen van individuen om verstandige beslissingen te nemen en zich niet te laten misleiden door aanbieders. Hierbij is ook het vertrouwen in zorgplicht, toezicht en het bestuur van pensioeninstellingen relevant.

Illustratie met varianten
De tweede en laatste variant voor de invulling van de projectierente kiezen voor veel speelruimte voor een eigen invulling van de uitkeringsfase terwijl de eerste, zesde en zevende variant de prioriteit leggen bij het behoud van een levenslange uitkering en de daaraan gerelateerde publieke doelen. De andere varianten nemen een tussenpositie in.

Verbinding andere dossiers
De keuze van maximale projectierentes is direct gerelateerd aan andere mogelijkheden voor deelnemers om kapitaal vroeg te laten uitkeren – bijvoorbeeld bestaande hoog-laag constructies of periodieke uitkeringen (zoals bij bankensparen). Ook de discussie om een

mogelijkheid voor eenmalige uitkeringen te introduceren is relevant. In feite zijn hoog-laag constructies en lump-sum uitkeringen bijzondere vormen van vaste ingeboekte dalingen.

4.2 Solidariteit versus maatwerk

Uniformiteit versus maatwerk
Collectieve risicodeling beoogt een uniform toeslagenpatroon binnen een toedelingskring voor alle deelnemers. Deze uniformiteit kan de gevoelde samenhang en solidariteit in een toedelingskring versterken. Daar staat echter tegenover dat uniforme aanpassingen een restrictie legt op individueel maatwerk.

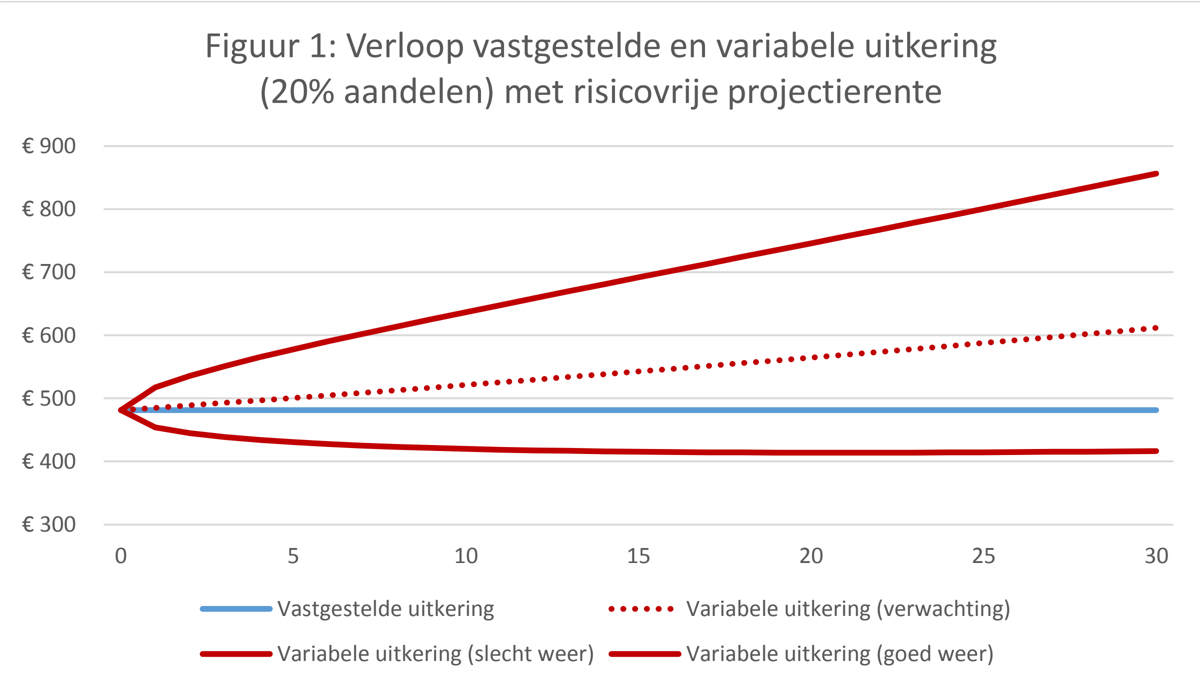
Uniforme toeslagen en geen herverdeling
Het voorkomen van herverdelingseffecten kan ook bij spreiding worden verzoend met uniforme toeslagen voor alle deelnemers door twee instrumenten --de risicopremie en de vaste daling -- te benutten. Met deze twee instrumenten kan herverdeling worden voorkomen maar toch kan het verwachte uitkeringspatroon sporen met vaste, uniforme, dalingen. Een uniform toeslagpatroon versterkt de gevoelde samenhang en solidariteit in een toedelingskring zonder dat sprake is van herverdelingseffecten. Ook individuele risicotoedeling kan een dergelijke uniforme toeslagverlening eenvoudig implementeren. Er is zo automatisch sprake van een gelijk speelveld.

APPENDIX 1: Variabele uitkeringen en de werking van projectierentes

Projectierentes bepalen het verloop van pensioenuitkeringen over de pensioenfase. Hogere projectierentes leiden tot hogere eerste en lagere pensioenbetalingen op hogere leeftijd. In deze appendix gaan we hier nader op in. Omdat de resultaten primair ter illustratie zijn bedoeld wordt in deze appendix afgezien van spreiding. Deze berekeningen in deze appendix zijn beschikbaar in de vorm van een Excel bestand[23].

We gaan we ervan uit dat, conform het wetsvoorstel, het sterfteresultaat verwerkt wordt door middel van een collectief toedelingsmechanisme binnen een voldoende grote toedelingskring. Daarom zien we in deze appendix af van sterfterisico.

In figuur 1 tonen we het verloop van een variabele pensioenuitkering ten opzichte van een vastgestelde pensioenuitkering, indien gebruik gemaakt wordt van de risicovrije rente als projectierente. In deze figuur wordt ook geen gebruik gemaakt van een periodieke vaste daling. De variabele pensioenuitkering belegt 20% in aandelen.



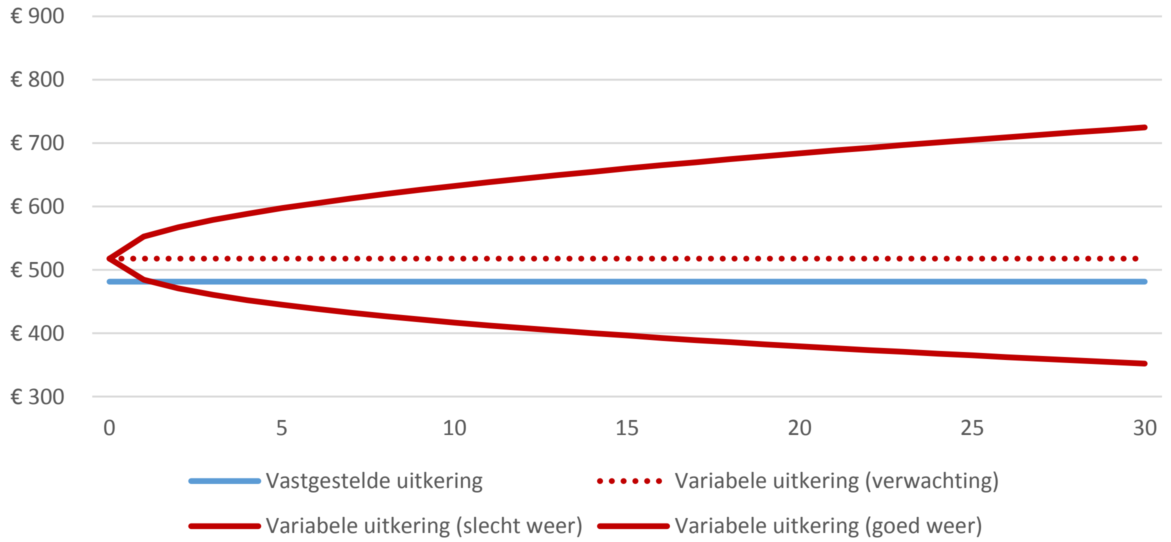
De blauwe lijn in figuur 1 laat zien dat het pensioenvermogen voldoende is om een levenslange vastgestelde uitkering van €481,- per maand aan te kopen. Indien een variabele uitkering, gebaseerd op een risicovrije projectierente, wordt aangekocht dan is de eerste pensioenuitkering daarvan ook €481,-. Na verloop van tijd zal de uitkering echter wijzigen. Dit wordt aangegeven door de bandbreedte van de twee rode lijnen. De bovenste rode lijn geeft het verloop bij een voorspoedige ontwikkeling van de financiële marketen ("goed weer scenario"), terwijl de onderste lijn het verloop geeft bij tegenvallende

[23] Deze berekeningen zijn gebaseerd op een zogenaamde Merton/Black-Scholes scenariogenerator. De risicovrije rente is 2%, de inflatie is 1%, de aandelenrisicopremie is 4% en de aandelenvolatiliteit is 20%.

beleggingsresultaten ("slecht weer scenario")[24]. In verwachting wordt het verloop van de variabele uitkering weergegeven door de rode stippellijn. Ten gevolge van de risicopremie op aandelen zal de variabele uitkering, in verwachting, stijgen.

Het, in verwachting, stijgende verloop van de variabele uitkering kan reden zijn om een hogere projectierente te hanteren of gebruik te maken van een periodieke vaste daling. In de gestileerde wereld van deze appendix (geen spreiding) hebben beiden exact hetzelfde effect op het verloop van de variabele uitkering. Dit is zichtbaar in figuur 2.

Figuur 2: Verloop variabele uitkering (20% aandelen) bij hogere eerste pensioenuitkering

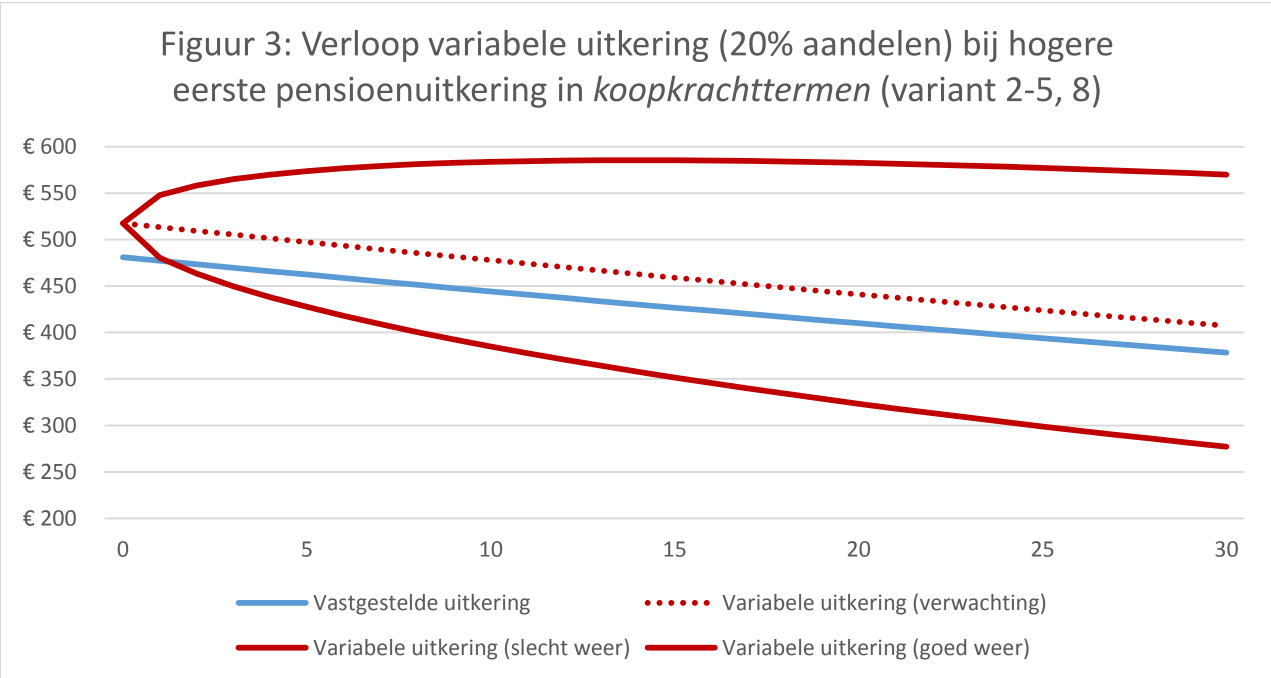


In figuur 2 is, ter vergelijking, het uitkeringsverloop van dezelfde vastgestelde uitkering als in figuur 1 getoond. De variabele uitkering is nu echter gebaseerd op een projectierente die een risico-opslag bevat (of, hier equivalent[25], op een projectierente die uitgaat van het (gemaximeerd) verwacht rendement). De risico-opslag is zo gekozen[26] dat, in verwachting, het uitkeringsverloop gelijkblijvend is. Hetzelfde effect zou bereikt zijn door de risicovrije rente als projectierente te gebruiken, gecombineerd met een periodieke vaste daling die gelijk is aan de gebruikte risico-opslag. Door het gebruik van de hogere projectierente stijgt de eerste pensioenuitkering naar €518,-.

Merk op dat het gebruik van een projectierente die 0.8% hoger ligt dan de risicovrije rente, niet alleen leidt tot een 8% hoger initieel pensioen, maar ook tot lagere pensioenuitkeringen op hogere leeftijd. Na 10 jaar is de uitkering 8% lager ten gevolge van deze hogere projectierente.

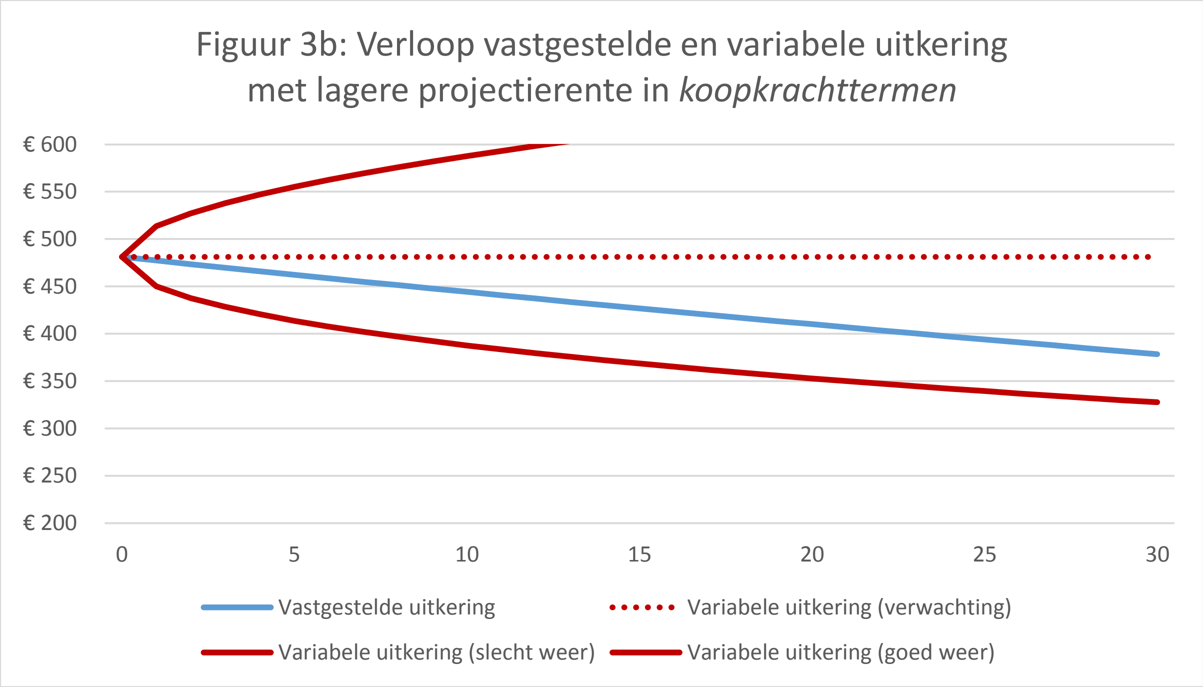
[24] De "goed weer" en "slecht weer" scenario's komen overeen met het 95% en 5% kwantiel van de statistische verdeling van de variabele pensioenuitkeringen.
[25] Omdat we in de appendix afzien van spreiding
[26] Gezien de aandelenbelegging van 20% en een aandelenrisicopremie van 4% is de opslag gekozen als 0.8%.

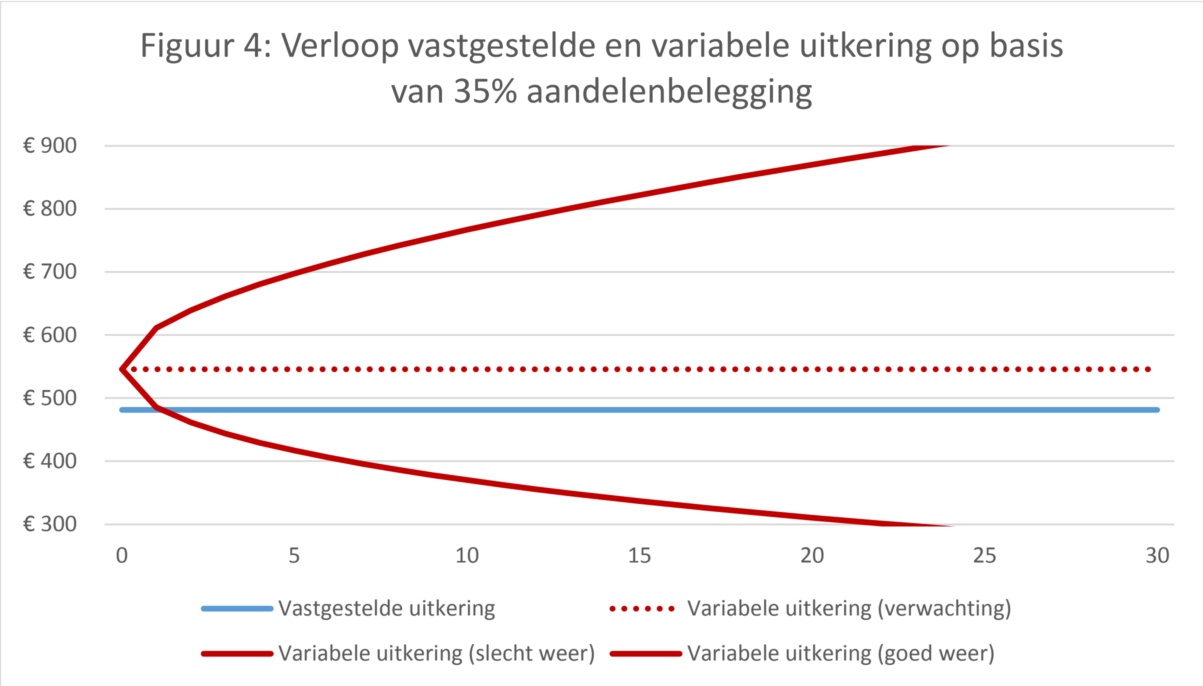
We kunnen ook kijken naar de koopkrachtbestendigheid van pensioenuitkeringen. Dit gebeurt in figuur 3. Deze figuur geeft het verloop van dezelfde vastgestelde en variabele uitkering als in figuur 2, maar nu in koopkrachttermen. Ten gevolge van inflatie zal de pensioenuitkering, in koopkrachttermen, dalen. In de gestileerde wereld van deze appendix is de inflatie constant. Door gebruik te maken van een lagere projectierente zal de koopkracht van het pensioen beter op peil blijven. Dit wordt geïllustreerd in figuur 3b, waar deelnemer of sociale partners er voor kiezen om van de optie van een opslag of in te rekenen daling af te zien of de wetgever het gebruik van de risicovrije projectierente voorschrijft (variant 1). Onder de hier gebruikte veronderstellingen[27] blijkt dat, in verwachting, de koopkracht van het eerste pensioen precies op peil blijft. Maar, zoals gezien, gaat dit ten koste van de eerste pensioenuitkering. Met andere woorden: de risicopremie op de aandelenbelegging kan aangewend worden voor een hogere eerste uitkering of voor indexatiepotentieel. Een combinatie (een ietwat hogere eerste uitkering en een gedeeltelijke indexatie) is uiteraard ook mogelijk. In dat geval moet de risico-opslag/periodieke vaste daling kleiner gekozen worden dan het toegestane maximum.



Variabele uitkeringen gaan, inherent, gepaard met risico. Figuur 4 is vergelijkbaar met figuur 2, maar toont nu een variabele uitkering met 35% aandelenbelegging.

[27] De veronderstelde inflatie is 0.8% hetgeen precies samenvalt met de veronderstelde risicopremie op de beleggingsportefeuille van 0.2 * 4% = 0.8%.





Door de grotere aandelenbelegging kan een hogere projectierente gehanteerd worden. De eerste pensioenuitkering stijgt dan ook tot €546,-. Het extra gelopen risico komt tot uitdrukking in het “slecht weer” scenario. Als dat scenario realiteit wordt, dan daalt de variabele pensioenuitkering na 30 jaar tot €270,-. Dat is dus €80,- minder per maand dan wanneer slechts 20% in aandelen belegd zou zijn geweest (figuur 2).

APPENDIX 2: De termijnstructuur van de risicovrije rente en de risico-opslag

Figuur 5 geeft de verschillende termijnstructuren weer waarnaar in de tekst gerefereerd wordt. De laagste (blauwe) curve geeft de risicovrije rente weer, of preciezer, de termijnstructuur van de risicovrije rente zoals die door DNB wordt gepubliceerd. De hier weergegeven curve is die van 30 april 2016. De groene projectierente is de risicovrije rente inclusief risico-opslag voor het geval dat er geen sprake is van een spreidingsperiode. Er wordt wederom uitgegaan van een belegging van 20% in aandelen en de aandelenrisicopremie is op 4% gesteld. De opslag bedraagt daarom 0.8%. De rode curve tenslotte geeft de projectierente met een looptijdafhankelijke risico-opslag die herverdelingseffecten tussen leeftijdsgroepen voorkomt indien gebruik gemaakt wordt van een spreidingsperiode. Deze projectierente is besproken in paragraaf 3.5. Voor lange looptijden is deze projectierente ongeveer gelijk aan de looptijdonafhankelijke projectierente. Door het gebruik van een spreidingsperiode is het risico voor korte looptijden echter kleiner, en dus is ook de risico-opslag lager.

Figuur 5: Illustratie risicovrije rente en looptijdafhankelijke opslag

